

**SINTESIS DE RESULTADOS
Y
CONCLUSIONES**

SÍNTESIS DE RESULTADOS Y CONCLUSIONES

El objetivo de nuestro trabajo consiste, en primer lugar, en investigar si la influencia de los accionistas principales sobre el valor de la empresa se encuentra condicionada por la existencia de conflicto de intereses entre accionistas y directivos, de manera que cuanto más alto sea el beneficio público esperado mayor será la disposición del accionista a asumir los costes derivados de la mayor supervisión. Pero, puesto que de dicho beneficio pueden disfrutar todos los inversores sin necesidad de incurrir en los costes de supervisión (*free-riding*), el accionista principal puede hacer uso de su ventaja informativa para obtener un beneficio adicional. En este sentido, nuestro segundo objetivo consiste en analizar si en el mercado de capitales español la adquisición de bloques accionariales se encuentra condicionada por el beneficio público que puede derivarse de la supervisión o por la ventaja informativa que poseen los adquirentes y la explotación de la información privilegiada, que pondría de manifiesto la necesidad de la aplicación estricta de los códigos de conducta y de un seguimiento más exhaustivo de las empresas con mayor asimetría informativa.

Las principales aportaciones de nuestro estudio se concentran en el planteamiento de las hipótesis. En primer lugar, se considera tres factores fundamentales que afectan a la relación entre la composición del accionariado de la empresa y la creación de valor: los beneficios públicos que se derivan de la

supervisión, los beneficios privados que persigue el inversor principal, que no tienen por qué traducirse en la maximización del valor, y los costes que acompañan a una estructura accionarial concentrada, como son la menor diversificación de riesgos, la menor eficiencia en los contratos de incentivos y la menor liquidez. Estos aspectos, aunque han sido recogidos en la literatura teórica sobre la estructura de propiedad de la empresa de manera independiente, es preciso que sean considerados en conjunto de cara a establecer conclusiones relevantes sobre la importancia del grupo o inversor de control en la empresa y su influencia sobre la creación de valor.

En las empresas que cotizan en la Bolsa de Madrid, al igual que en otros mercados, se observa por término medio cómo los accionistas principales detentan un porcentaje de propiedad superior al mínimo necesario para ejercer el control, de manera que su interés no radica únicamente en la consecución de un mayor beneficio privado (cuyas características varían según la identidad del inversor) sino que además esperan influir o supervisar la gestión directiva con el objetivo de crear valor en la empresa y alcanzar un mayor beneficio público del que se apropian todos los inversores de la misma. Sin embargo, puesto que la mayor concentración de propiedad y el ejercicio de la supervisión no van exentos de costes se plantean dos cuestiones:

- el activismo inversor se produce en menor medida en aquellas empresas en las que existen mecanismos de gobierno alternativos, dado que la supervisión adicional realizada por el accionista ofrece un beneficio más bajo.
- el activismo inversor se produce principalmente en empresas con mayor conflicto de intereses entre accionistas y directivos, puesto que el beneficio que puede obtenerse de una supervisión adicional realizada por el accionista es más alto.

En este sentido, si el grado de influencia de la estructura accionarial sobre la creación de valor de la empresa varía en función de una serie de variables representativas del conflicto de intereses entre accionistas y directivos, por un lado, y de la existencia de mecanismos de control alternativos, por otro, algunas de las conclusiones que se han alcanzado en estudios sobre la valoración de los cambios en la propiedad que se establecen a través de Ofertas Públicas de Venta, procesos de

privatización, operaciones en el mercado de control total y parcial e incluso sobre los efectos de los acuerdos antiadquisición deberían ser revisadas.

En nuestro país, el trabajo de Andrés, Azofra y Rodríguez (1997) presenta un primer análisis de la diferente influencia que ejerce la propiedad accionarial, la identidad del accionista principal y el nivel de endeudamiento sobre la creación de valor cuando se distinguen las empresas en función de sus oportunidades de crecimiento (considerando la variable ratio valor) durante el intervalo temporal 1990-1995. Sus resultados, al igual que los de McConnell y Servaes (1995) en Estados Unidos, señalan la existencia de un comportamiento diferente del nivel de endeudamiento sobre la creación de valor en cada una de las submuestras que determinan, según las oportunidades de crecimiento, siendo su efecto positivo en las de menor crecimiento y negativo en las de crecimiento mayor. Además, observan una influencia diferente de la concentración de propiedad y de la propiedad interna sobre la creación de valor al distinguir empresas con altas y bajas oportunidades de crecimiento. Nuestro trabajo pretende profundizar más en este segundo aspecto, al introducir otras variables que, junto a las oportunidades de crecimiento, pueden condicionar a priori el efecto de la estructura accionarial sobre la creación de valor, y que hacen referencia a la discrecionalidad directiva y a la existencia de otros mecanismos de gobierno alternativos.

En segundo lugar, hemos querido profundizar en los motivos que condicionan las adquisiciones accionariales que no se deben a una Oferta Pública de Adquisición, a partir de dos hipótesis: la primera justifica las adquisiciones a través de las mejoras que pueden conseguirse en la gestión empresarial mediante el ejercicio de una mayor supervisión que se deriva de la nueva estructura accionarial; la segunda justificación se basa en la posible información privilegiada que pueden tener determinados inversores.

En España, el estudio de los factores que determinan una adquisición accionarial a través del mercado de control ha sido ampliamente abordado, sin embargo, las causas de las adquisiciones parciales o de pequeños bloques

accionariales han sido menos analizadas¹. Recientemente, se han realizado algunos trabajos aplicados al mercado de capitales español que analizan las compras de volúmenes significativos de acciones.

En particular, el trabajo de Fernández Blanco y García Martín (2000) se centra en el análisis de la creación de valor que se produce en las adquisiciones parciales de acciones y las causas que motivan estas ganancias extraordinarias en el periodo 1987-1995. Sus resultados muestran que estas ganancias no pueden explicarse por la anticipación por parte de los inversores de una toma de control posterior, por la infravaloración de la empresa objetivo, ni por el tipo de comprador. Por su parte, el trabajo de Crespí y Gispert (1999) analiza las causas y consecuencias de las transferencias de bloques accionariales en España durante el periodo 1990-1995. Sus resultados señalan la existencia de mayores transferencias de bloque accionariales en empresas más pequeñas y con propiedad menos concentrada, sin que se observe evidencia de que los menores rendimientos previos sean motivo de movimientos accionariales.

Nuestro análisis se diferencia de los anteriores no sólo en aspectos metodológicos y en el intervalo muestral utilizado, sino en el objetivo perseguido. En particular, y sin ánimo de ser exhaustivos en la determinación de los factores condicionantes de las transmisiones de bloques accionariales, nos centramos básicamente en dos, el beneficio que puede derivarse de una mejora en la supervisión y la ventaja informativa con que cuenta el inversor en cuestión. Para ello, distinguimos las transacciones según la identidad del comprador del bloque accionarial, considerando las adquisiciones del grupo de control, de los inversores institucionales y de los internos.

A continuación presentamos los resultados más relevantes y las conclusiones de nuestro trabajo.

El análisis de la influencia de la estructura accionarial sobre la creación de valor en la empresa se realiza mediante la consideración de dos medidas de creación de valor, una representativa de los flujos de caja (CFSFP o flujos de caja sobre

¹ El Sistema de Interconexión Bursátil Español cuenta desde Noviembre de 1998 con la existencia de un mercado de bloques para determinados títulos.

fondos propios) y otra del valor de mercado (LNVMA o logaritmo neperiano del valor de mercado añadido), debido a los problemas que presentan las medidas de rentabilidad (ROA y ROE) para expresar la creación de valor (Jensen, 1998) y a la ausencia de unanimidad en los resultados encontrados en los trabajos que analizan la incidencia de la estructura de propiedad sobre la creación de valor cuando se utilizan medidas contables o cuando se emplean medidas que consideran el valor de mercado.

El análisis empírico se realiza sobre una muestra de 93 empresas no financieras que cotizan en la bolsa de Madrid durante el periodo 1994-1998, estructurándose en cuatro apartados. En primer lugar, se lleva a cabo un análisis preliminar acerca de la influencia de la estructura accionarial sobre la creación de valor en términos generales, de manera que se obtengan unas primeras conclusiones sobre el equilibrio entre los beneficios públicos que se derivan de la estructura accionarial, a través del ejercicio de la supervisión y la influencia en las decisiones empresariales, y los beneficios privados que persigue el inversor principal, dando lugar a un efecto positivo o negativo sobre la creación de valor, en función de cual de los aspectos prime sobre el otro, la supervisión o los beneficios privados que dan lugar a la expropiación de riqueza de los accionistas minoritarios. En segundo lugar, se reestiman los modelos dividiendo la muestra en función del mayor o menor conflicto de intereses entre accionistas y directivos, dado que la existencia de costes asociados a la concentración de propiedad provoca que el activismo inversor únicamente tenga sentido cuando los beneficios que puedan obtenerse derivados del mismo sean mayores. En tercer lugar, dividimos la muestra en función de la existencia o no de mecanismos de gobierno alternativos, de manera que en ausencia de los mismos la influencia del activismo inversor se vuelve más relevante para la creación de valor. Por último, se analiza si los movimientos accionariales están motivados por razones de mejora en la supervisión y en la gestión empresarial que se espera como consecuencia de la reestructuración de la propiedad o por razones de asimetría informativa e información privilegiada por parte del inversor comprador.

Los resultados obtenidos del análisis preliminar permiten corroborar el papel supervisor de la concentración accionarial, sin que en el mercado de capitales español sea relevante el grado de dispersión del resto del accionariado para la determinación del control, puesto que incluso en los casos en que existen dos

inversores principales en la empresa, no se observa conflicto de intereses entre ambos que se traduzca en una reducción del valor de la misma. En este sentido, con los resultados obtenidos no podemos concluir que exista conflicto entre los inversores que detentan niveles similares de acciones, como se evidenciaba en otros países como Italia y Suecia, sino que cabe esperar alianzas entre dichos inversores que contribuyen a un incremento del beneficio público, o lo que es lo mismo a la creación de valor en la empresa.

Asimismo, se pone de manifiesto el alineamiento de intereses entre accionistas y directivos cuanto mayor es la propiedad interna, así como el beneficio público que se deriva de las sinergias entre empresas cuanto mayor es la propiedad empresarial. Del mismo modo, se observa una influencia positiva de la propiedad extranjera sobre la creación de valor de la empresa española, lo que puede ser debido a la implantación de las prácticas de gobierno internacionales en nuestras empresas que permiten una supervisión más eficiente de la gestión empresarial. Este resultado está en consonancia con el trabajo de Swee-Sum Lam (1997) que analiza el impacto de las restricciones a la propiedad extranjera sobre el valor de la empresa, encontrado que la imposición (relajación) de tales restricciones reduce (incrementa) el valor de la empresa. Por ello, aquellas empresas que establecen estas restricciones a la participación extranjera o están pensando imponerlas deberían revisar sus decisiones, además se ha observado que empresas de economías desarrolladas (Loderer y Jacobs, 1995) las están comenzando a eliminar.

Por último, se observa un efecto negativo de la propiedad institucional sobre la creación de valor de la empresa, en contraposición a la hipótesis que considera el papel supervisor del inversor institucional². Este resultado refleja una serie de conclusiones preliminares.

² Recientemente, Duggal y Millar (1999) y Ang, Cole y Lin (2000) cuestionan también la superioridad supervisora que tradicionalmente ha sido atribuida a los inversores institucionales para reducir los costes de agencia.

Por un lado, se observa cómo el activismo del inversor institucional está condicionado por la búsqueda de un incremento de su negocio estableciendo lazos de unión con la empresa que les lleva a una mayor vinculación con los intereses directivos que con los intereses accionariales (Brickley, Lease y Smith, 1988), quedando abierto el interrogante acerca de quién supervisa al supervisor, como pusieron de manifiesto Edwards y Fisher (1993) entre otros. Por otro lado, el control que estos inversores pueden desempeñar sobre las decisiones de la empresa a través de su mayor participación en el capital social pone de manifiesto su comportamiento más conservador en las políticas de inversión que lleva a cabo la misma, de manera que se aseguren la devolución de sus préstamos, y por lo tanto reflejando una reducción de la creación de valor de la empresa, que será más evidente cuando la empresa cuente con altas oportunidades de crecimiento.

A continuación, hemos dividido la muestra en función de dos variables representativas del conflicto de intereses entre accionistas y directivos: las oportunidades de crecimiento (PER) y la discrecionalidad directiva (FCFQ) con el ánimo de contrastar nuestra primera hipótesis que establece:

H1: La relación entre la estructura de propiedad y la creación de valor en la empresa es menos intensa en aquellas con menor conflicto de intereses entre accionistas y directivos.

Los resultados más relevantes permiten observar, en primer lugar, una influencia más significativa de la concentración accionarial sobre la creación de valor en empresas con menores oportunidades de crecimiento, con lo que se corrobora la hipótesis 1, en consonancia con los resultados obtenidos por McConnell y Servaes (1995) para empresas americanas. Por su parte, en aquellas empresas de mayor PER, en las que la concentración media del accionariado tiende a ser mayor, se observa una menor influencia sobre la creación de valor de la empresa, lo que lleva a estos inversores mayoritarios a estar asumiendo una serie de costes derivados de la mayor concentración de su patrimonio en una determinada empresa, sin que se observe ningún beneficio público (o mayor valor) derivado de ello. En este sentido, observamos como la concentración del accionariado no se traduce necesariamente en un incremento en el valor de la empresa, sino que su efecto supervisor depende de

características específicas de la misma, que deberán tenerse en cuenta de cara a establecer previsiones sobre los efectos que las reestructuraciones de la propiedad pueden provocar sobre el valor. Asimismo, y tal como sugieren Holderness y Sheehan (1988b), la existencia de leyes y acuerdos que limitan las transacciones de bloques accionariales, pueden dañar a los accionistas minoritarios, sobre todo en aquellas empresas con menores oportunidades de crecimiento. Del mismo modo, el establecimiento límites a la propiedad que pueden detentar determinados inversores internos, o la adopción de medidas de blindaje frente a determinados inversores externos, como los institucionales, pueden contribuir a la creación de valor, en aquellas empresas con menores oportunidades de crecimiento en el primer caso, y aquellas con mayores oportunidades de crecimiento en el segundo.

En este sentido, no podemos establecer conclusiones generales sobre el carácter supervisor de la propiedad interna, dado que su efecto alineador de los intereses de accionistas y directivos se produce únicamente en empresas con determinadas características, y en nuestro caso concreto, en empresas con menor conflicto de intereses entre ambos, o lo que es lo mismo, en empresas con mayores oportunidades de crecimiento o menor discrecionalidad directiva. Es decir, cuando el compromiso de recursos o el riesgo asumido por los internos en las decisiones financieras es menor, porque el mercado valora positivamente las oportunidades de crecimiento de la empresa y el esfuerzo que debe realizarse para crear valor en la empresa es menor; y cuando se reduce la posibilidad de los internos de apropiarse de beneficios privados a través de una utilización oportunista de los flujos de libre disposición, creándose un mayor incentivo a incrementar el beneficio público o la creación de valor en la empresa de la que se benefician todos los accionistas de la misma. Esta conclusión está en consonancia con la obtenida por La Porta y otros (1999).

Por el contrario, se observa un mayor atrincheramiento directivo en aquellas empresas con menores oportunidades de crecimiento y con mayor discrecionalidad directiva, en las que los flujos de caja libres pueden destinarse a proyectos no rentables dando lugar a un incremento del tamaño de la empresa por encima del que maximiza el valor, de manera que se asegure la continuidad y permanencia del directivo en el puesto de trabajo. En este caso, la posición como accionista de los

internos incrementa su atrincheramiento dando lugar a una relación negativa y significativa con la creación de valor.

En resumen, el establecimiento de límites a la propiedad interna únicamente tendría sentido en empresas con menores oportunidades de crecimiento y alta discrecionalidad directiva, de manera que dichos límites contribuirían a la creación de valor, sin que resultasen eficientes en empresas en las que el conflicto de intereses entre accionistas y directivos es más reducido, en las que se observa como la mayor propiedad de los internos incrementa el valor de la empresa.

Por su parte, la propiedad institucional también presenta diferentes niveles de expropiación de riqueza de los accionistas minoritarios en función de las oportunidades de crecimiento y de la discrecionalidad directiva en la empresa en cuestión. En particular, la propiedad institucional presenta una mayor significatividad con signo negativo sobre la creación de valor en aquellas empresas con altas oportunidades de crecimiento. Este hecho se justifica principalmente por el mayor endeudamiento bancario que presentan las empresas con mayores oportunidades de crecimiento y cuyo accionista principal es un inversor institucional, lo que origina un comportamiento más conservador en la política de inversión de la empresa de manera que las entidades financieras no vean comprometida la devolución de sus préstamos, lo que da lugar a un efecto negativo sobre la creación de valor en aquellas empresas con altas oportunidades de crecimiento o menor discrecionalidad directiva que podrían beneficiarse de una política de inversión más arriesgada.

En segundo lugar, se dividen las observaciones de la muestra en función de la existencia en la empresa de mecanismos de gobierno o supervisión alternativos, así según que desarrollen una política activa de dividendos o el tamaño de su consejo de administración se adecue al considerado como óptimo por el Informe Olivencia, de manera que si estos mecanismos incrementan la creación de valor en la empresa, el incremento adicional que puede conseguirse a través de una estructura accionarial que alinee intereses de accionistas y directivos será menor. En particular la hipótesis 2 que aparece dividida en dos establece:

H2a: La relación entre la estructura de propiedad y la creación de valor en la empresa es más intensa en aquellas que no reparten dividendos.

H2b: La relación entre la estructura de propiedad y la creación de valor en la empresa es más intensa en aquellas en las que el tamaño del consejo de administración limita la eficiencia del mismo.

Los resultados obtenidos nos permiten establecer dos conclusiones:

Por un lado, no podemos afirmar que la política de dividendos sea un sustituto de la supervisión que ejercen los accionistas mayoritarios en la empresa o determinados grupos de control, ya que no se observan diferentes niveles de influencia de la propiedad sobre la creación de valor al dividir la muestra según la política de dividendos llevada a cabo, observándose únicamente resultados consistentes con la hipótesis de supervisión de los dividendos a medida que se incrementa la propiedad empresarial.

Por otra parte, no podemos afirmar que el tamaño recomendado en el Informe Olivencia para el consejo de administración guarde relación con la mayor o menor influencia que los inversores activos ejercen sobre la creación de valor en la empresa, lo que se puede deber a dos motivos principalmente. En primer lugar, porque el tamaño recomendado en el Informe no resulta tan relevante para la creación de valor en la empresa, de manera que el hecho de adoptar un tamaño adecuado o no adecuado, en función de que se encuentre dentro o fuera de los límites recomendados respectivamente, no condiciona la eficiencia del consejo, y por tanto el grado de creación de valor en la empresa. En segundo lugar, porque a pesar de que la eficiencia del consejo de administración como mecanismo interno de supervisión pueda justificarse a través de su tamaño, no inhibe la existencia de mecanismos de gobierno externos complementarios que se establezcan a través de la estructura accionarial de la empresa.

En tercer lugar, se plantea la diferente incidencia del endeudamiento sobre la creación de valor de la empresa cuando las oportunidades de crecimiento de las empresas son diferentes (hipótesis 3). En concreto, se plantea que el endeudamiento puede mejorar el valor de la empresa cuando las oportunidades de crecimiento son escasas de manera que actúa de mecanismo de supervisión reduciendo los flujos de libre disposición y por tanto la discrecionalidad directiva para invertir en proyectos no rentables o que supongan un crecimiento de la empresa superior al que maximiza

el valor (evita la sobreinversión). Y por otro lado, el endeudamiento puede afectar negativamente a la creación de valor cuando las oportunidades de crecimiento son elevadas de manera que al reducir los flujos de libre disposición se dejan de realizar inversiones rentables (genera infrainversión). Asimismo, el comportamiento menos arriesgado de los acreedores cuando pueden ejercer cierto control sobre las decisiones de la empresa, provoca un efecto negativo sobre el valor de la empresa cuando las oportunidades de crecimiento de la empresa son elevadas. En particular, la hipótesis 3 se enuncia de la siguiente manera:

H3a: en empresas con bajas oportunidades de crecimiento, el endeudamiento actúa como mecanismo supervisor evitando la sobreinversión y mejorando el valor de la empresa.

H3b: en empresas con altas oportunidades de crecimiento, el endeudamiento da lugar a una disminución en el valor de la empresa puesto que puede provocar un comportamiento “subinversor”.

Los resultados obtenidos permiten corroborar esta hipótesis, por lo que sería adecuada la búsqueda de fuentes financieras alternativas al endeudamiento, cuando las oportunidades de inversión y de crecimiento de la empresa son elevadas.

En cuarto lugar, junto a la hipótesis de supervisión de la propiedad accionarial introducimos la importancia de la asimetría informativa en el contexto de las adquisiciones accionariales, considerando tres clases distintas de inversores: el grupo de control, los internos y los inversores institucionales. En particular, la hipótesis 4, que justifica las compras accionariales a partir de los beneficios esperados por un incremento de la supervisión, establece:

H4: la adquisición de una participación accionarial adicional por parte de los inversores principales de la empresa o el cambio de identidad del accionista de control se produce con mayor probabilidad cuanto más dispersa esté la propiedad inicialmente.

Esta hipótesis justifica las adquisiciones a partir de la mejora en la gestión empresarial que se deriva de una mayor concentración accionarial o de una mayor

participación en la empresa por parte de los internos. En el caso de la propiedad institucional, puesto que se observan beneficios privados que se traducen en una disminución del valor de la empresa, la probabilidad de obtener una participación adicional se dará en mayor medida en ausencia de un accionista mayoritario que ejerza el control y que reduzca la discrecionalidad institucional. Los resultados obtenidos permiten corroborar esta hipótesis al observar una mayor probabilidad de adquisición cuando la propiedad accionarial durante el año previo a la compra se encuentra más dispersa, lo que manifiesta un anticipo de las ganancias derivadas de la mejora en la gestión empresarial al reorganizar la estructura accionarial hacia una estructura más concentrada o en manos de los internos; y de los beneficios privados en el caso de los inversores institucionales.

Por último, la hipótesis 5 propone una mayor probabilidad de adquisición por parte de aquellos que potencialmente cuentan con una mejor información cuanto mayor es la asimetría informativa en la empresa, dado que los costes de valoración de la empresa para estos inversores son menores. En particular, esta hipótesis se enuncia de la siguiente manera:

H5: la adquisición de una participación accionarial adicional por parte de los inversores principales de la empresa se produce con mayor probabilidad cuanto mayor es la asimetría informativa de la empresa.

Los resultados se muestran únicamente significativos para las adquisiciones por parte de los internos, observándose una mayor probabilidad de adquisición en empresas de menor tamaño y cuando se producen anuncios relativos a fusiones o adquisiciones. Tradicionalmente, se considera que existe una mayor asimetría informativa cuanto menor es el tamaño de la empresa, de manera que las señales informativas en estas empresas se traducen en mayores rendimientos anormales. Sin embargo, la relación negativa encontrada entre el tamaño de la empresa y la probabilidad de adquirir una participación por parte de los internos puede venir condicionada por las restricciones de riqueza del interno, resultándole mucho más costoso adquirir una participación del 5% en empresas más grandes. En este sentido, si las restricciones de riqueza de los inversores fuese la justificación de la relación negativa entre tamaño y las adquisiciones, esta relación se mantendría para cualquier

tipo de inversor, lo cual no se corrobora al considerar la relación con las adquisiciones por parte del núcleo de control y de los inversores institucionales.

Del mismo modo, y con el ánimo de contrastar dicha ventaja informativa de los internos, se introduce la variable FUSYADQ representativa de los anuncios de fusión o adquisición por parte de la empresa. A este tipo de anuncios tienen acceso todos los inversores, puesto que aparecen publicados en el Boletín Oficial de Cotización de la Bolsa de Madrid, pero sólo en el caso de los internos se observa un mayor comportamiento comprador. Este hecho puede estar condicionado por tres factores: en primer lugar, porque realmente cuentan con una información más detallada de las decisiones de la empresa, con lo que en previsión de un aumento de valor de ésta se anticipan comprando una mayor participación; en segundo lugar, porque desean mantener el control de la empresa ante posibles reestructuraciones de la propiedad que se puedan producir como consecuencia de la decisión de fusión o adquisición; y, en tercer lugar, porque mediante la compra de una mayor participación en la empresa los internos pretenden transmitir una señal positiva al mercado sobre las decisiones adoptadas, incluso aunque al final no lleguen a ejecutarse.

Por lo tanto, a pesar de que la explotación de la información privilegiada aparece regulada en la ley del Mercado de Valores y de las recomendaciones que al respecto realiza el Informe Olivencia al considerar la extensión a los accionistas significativos del deber de confidencialidad y de no explotación de la información privilegiada, parece ser, que al menos por parte de los internos, existe una cierta ventaja informativa que les lleva a incrementar su participación accionarial. Sin embargo, este hecho no tiene en principio efectos adversos sobre el valor de la empresa, sino que, tal y como plantea Leland (1992), estas adquisiciones pueden servir de complemento informativo a otras señales de la empresa, incorporando información al precio de los títulos, aunque el debate queda abierto, ya que el beneficio o coste de las transacciones realizadas por los internos dependerá de las características de los mercados.

En definitiva, la búsqueda de un equilibrio entre los beneficios privados que el inversor que ejerce el control puede obtener, los beneficios públicos derivados de

una determinada estructura accionarial (que se traducen en la mayor supervisión y alineamiento de intereses) y los costes que acompañan a la mayor concentración de propiedad (como son la menor liquidez y diversificación de riesgos) nos permite contrastar lo siguiente: En primer lugar, el carácter supervisor de la propiedad accionarial es más intenso en aquellas empresas en las que el potencial conflicto de intereses entre accionistas y directivos es mayor, de manera que se puede incrementar el valor de la empresa mediante una composición adecuada de su accionariado. Asimismo, la existencia de mecanismos de gobierno alternativos en la empresa, que garanticen la supervisión de las decisiones directivas, resta significatividad a la función de vigilancia que ejercen determinados inversores. Por último, los inversores principales de la empresa tratan de compensar los costes de supervisión mediante transacciones en el mercado de control parcial, de manera que se observa un comportamiento comprador cuando se anticipa una mejora en la gestión empresarial como consecuencia de la mayor supervisión que van a ejercer, y cuando existe una mayor asimetría informativa de manera que pueden beneficiarse de su posición de inversores mejor informados.